

2011 年 9 月 30 日

中国证券行业

8 月业绩仍在下滑

A

中立

袁琳, CFA*

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010034

8、9 月份股票市场低迷, 股指持续走低, 券商的各项主营业务均受到负面影响, 业绩出现下滑。然而从更长期的角度看, 由于我国资本市场仍有较大的发展空间, 一二级市场的增长在一定程度上缓解了弱势市场给券商带来的负面效应。同时, 创新业务在未来也将给券商带来新的业务发展机会, 证券公司长远看仍然存在增长潜力。我们维持对整个板块的 **中立** 评级。

支撑评级的要点

- 8 月份大盘指数震荡下挫, 上证指数月底收于 2,567.34 点, 较月初的 2,697.57 点单月下降 4.82%。8 月股基交日均交易额为 1,629.05 亿元, 较 7 月相比环比下降 19.75%。9 月以来, 大盘继续走低, 单月股基日均交易量创年内新低基本已成定局。
- 8 月份 15 家可比上市券商营业收入共计 26.04 亿元, 较 7 月环比下降 31.8%。实现净利润共计 5.44 亿元, 环比大幅下降 67.9%。大部分券商业绩环比下降, 东北证券和西南证券年内第二次出现单月亏损。9 月由于市场持续低迷, 预计券商单月业绩可能仍在下滑。
- 我们认为未来若市场持续低迷将给券商带来负面影响。但从更长远的角度看, 由于中国资本市场仍有较大的增长空间, 而创新业务快速发展有望提供更多的机会, 我们预期券商长远仍有增长潜力。

*姚晓为本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

目录

大盘走低，券商业绩下滑	3
一二级市场整体增长	5
创新业务快速发展	8

大盘走低，券商业绩下滑

市场概况

8 月份大盘指数震荡下挫，上证指数 8 月底收于 2,567.34 点，较月初的 2,697.57 点下降 4.82%。市场成交量进一步萎缩，8 月股基交日均交易额为 1,629.05 亿元，较 7 月相比环比下降 19.75%。一级市场方面，8 月共募集资金 633.89 亿元，其中包括 IPO 项目 23 个，募集资金共计 261.56 亿元，增发项目 15 个，募集资金 372.34 亿元，8 月发行费用共计 19.41 亿元，较 7 月环比上升 52.59%。

9 月以来，大盘继续走低，9 月 27 日上证指数收于 2,415.05 点，较 8 月底进一步下挫 5.93%。市场交易量亦持续萎缩，9 月份股基日均交易量创年内新低基本已成定局。市场的持续低迷，将给证券公司的各项业务，特别是经纪业务和自营业务带来负面影响。

券商业绩概述

8 月份 15 家可比上市券商营业收入共计 26.04 亿元，较 7 月环比下降 31.8%。实现净利润共计 5.44 亿元，环比大幅下降 67.9%。上市券商中只有山西证券、招商证券、兴业证券、光大证券业绩环比上涨。长江证券承销保荐公司和中德证券这两家专职于投行业务的子公司 8 月业绩环比均大幅上升。东北证券和西南证券年内第二次出现亏损。

展望 9 月，由于市场萎靡，交易量继续下滑并可能下降至年内新低，给券商的经纪业务和自营业务带来较大冲击，投行业务和资管业务也受到一定程度的影响，因此 9 月券商业绩难有好转。

图表 1. 上市券商 8 月经营业绩总结

代码	名称	营业收入 (人民币, 万元)			净利润 (人民币, 万元)		
		2011 年 8 月	2011 年 7 月	环比变化(%)	2011 年 8 月	2011 年 7 月	环比变化(%)
000562.SZ	宏源证券	9,945	14,389	(30.9)	1,369	4,909	(72.1)
000686.SZ	东北证券	(185)	8,119	(102.3)	(5,407)	723	NA
000728.SZ	国元证券	10,968	13,572	(19.2)	2,432	4,798	(49.3)
000750.SZ	国海证券	3,080	NA	NA	(1,563)	NA	NA
000776.SZ	广发证券	35,478	44,937	(21.0)	7,391	20,108	(63.2)
000783.SZ	长江证券 (合并)	9,480	14,636	(35.2)	1,417	3,689	(61.6)
	长江证券	7,394	14,537	(49.1)	211	4,132	(94.9)
	长江证券承销保险公	2,086	99	2,005.4	1,206	(443)	NA
002500.SZ	山西证券 (合并)	7,655	6,417	19.3	2,206	105	2,003.8
	山西证券	5,832	6,060	(3.8)	1,836	1,221	50.3
	中德证券	1,823	357	410.8	371	(1,116)	NA
600109.SS	国金证券	5,739	12,860	(55.4)	382	3,987	(90.4)
600369.SS	西南证券	(2,524)	2,366	NA	(4,865)	6,027	NA
600837.SS	海通证券	23,023	44,952	(48.8)	4,207	13,221	(68.2)
600999.SS	招商证券	42,550	27,170	56.6	17,881	9,888	80.8
601099.SS	太平洋	2,908	4,635	(37.3)	(262)	1,326	NA
601377.SS	兴业证券	15,589	9,554	63.2	4,466	1,270	251.5
601688.SS	华泰证券 (合并)	25,247	42,512	(40.6)	2,417	11,782	(79.5)
	华泰证券	16,379	32,056	(48.9)	2,289	11,413	(79.9)
	华泰联合证券	8,868	10,456	(15.2)	128	369	(65.3)
601788.SS	光大证券	35,288	18,870	87.0	14,391	5,958	141.6

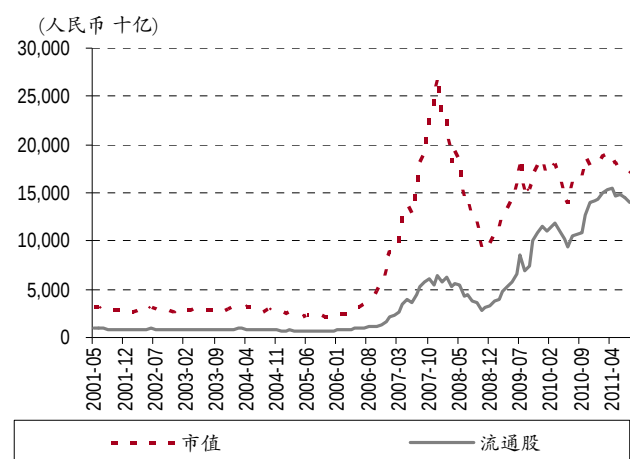
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

一二级市场整体增长

从长远看，我国的资本市场仍有发展空间，目前市场总市值快速上升。一二级市场仍较为活跃，一级市场融资规模处在历史高位，二级市场交易较为活跃。

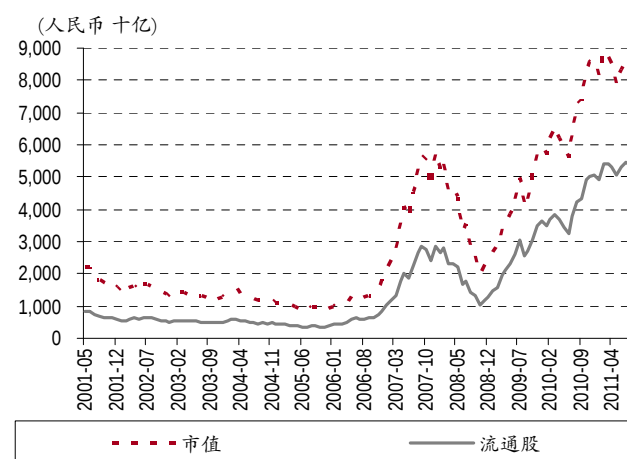
自 2008 年底至今，我国股市市值快速上升。目前上证指数在 2,400 点附近徘徊，点数上看，还未及 2007 年 6,000 点时的一半，但两市市值已经达到 2007 年 6,000 点时的 80%，其中深市的市值更是比当时高出 50% 左右。市值的快速上升，一定程度上说明我国证券市场的总规模正在快速扩大。

图表 2. 沪市市值变化趋势



资料来源：万得资讯，中银国际研究

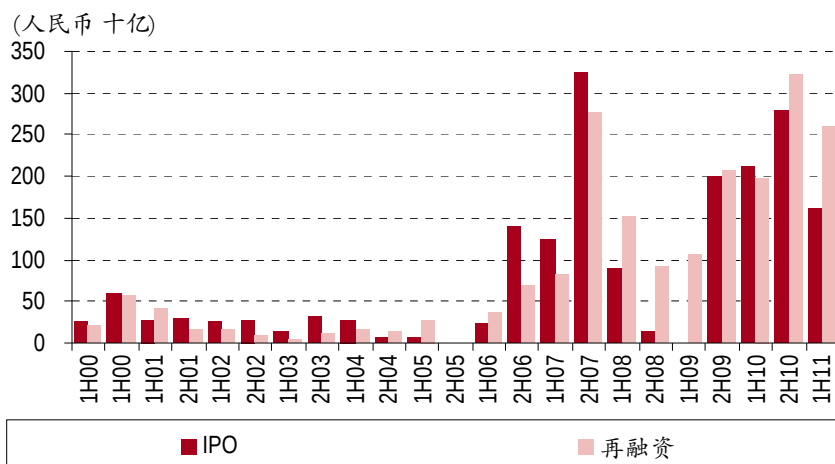
图表 3. 深市市值变化趋势



资料来源：万得资讯，中银国际研究

一级市场方面，2010 年股票市场 IPO 共融资 4,911 亿，再融资 5,210 亿元，股票融资合计超过 10,000 亿。今年上半年 IPO 融资共 1,608 亿，再融资共计 2,594 亿。1-8 月份股票市场总融资达到 5,675 亿元。尽管我们认为今年全年的股票市场总融资额不大可能超过去年，但是考虑到年内还可能还将有几个大型 IPO 项目出台，总融资规模可能依然处在历史高位。

图表 4. 股票融资规模统计

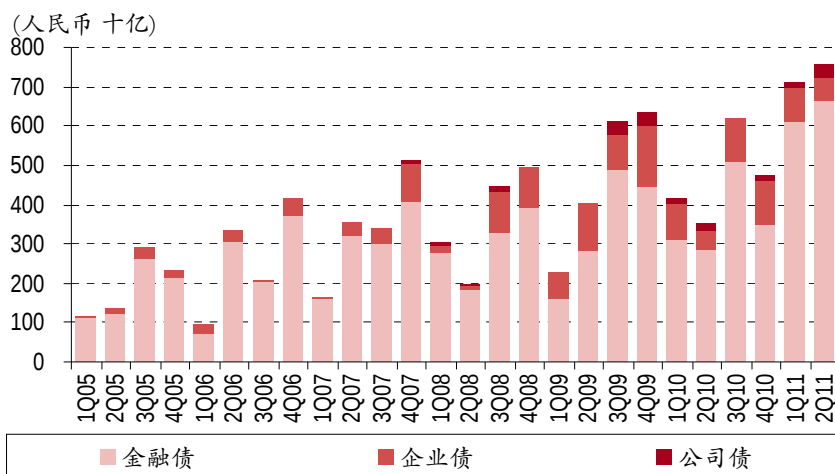


资料来源：中银国际研究

我们认为股票融资规模上升的重要原因是创业板的推出。创业板自去年推出以来，为市场带来了大批上市公司，2010 年新增上市公司数量为 347 家，而此前 10 年中，每年的新增上市公司数量从未超过 100 家。今年截止至目前，新增上市公司数量为 231 家，上市势头依然强劲。

债券发行势头强劲，仅计算企业债，金融债和公司债，2010 年全年发行量为 1.87 万亿元。而今年上半年发行量已经达到 1.68 万亿元，基本接近去年全年水平。

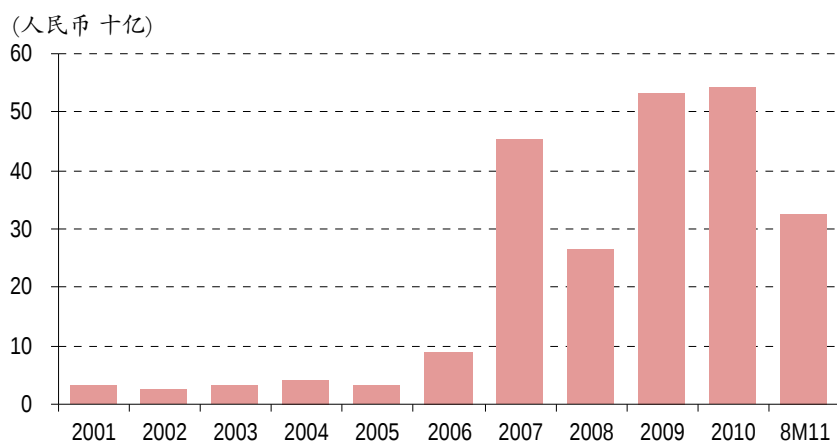
图表 5. 债券发行规模



资料来源：万得资讯，中银国际研究

转观二级市场，2010 年市场单边交易额为 54 万亿元，较 2007 年市场活跃时期仍高出 20%，今年上半年交易额同比上升 8.9%，下半年成交额开始萎缩，但 1-8 月份交易额同比仍上升 6%。但由于 8 月份以来市场持续走低，交易量不断萎缩，因此我们预计今年全年的市场交易量会低于去年，同比下降约为 15%。

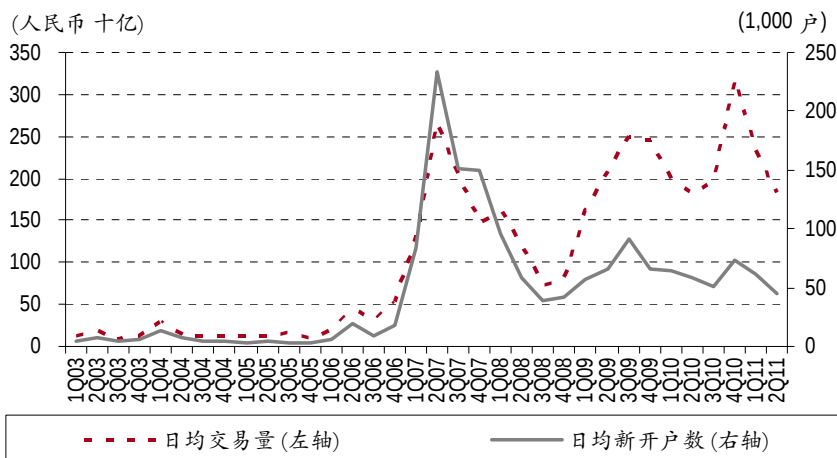
图表 6. 二级市场交易量概况



资料来源：万得资讯，中银国际研究

同时我们发现，随着日均交易量的震荡上升，每日新开户数量也随之波动，但就总体趋势而言，日均新开户数量也很难回落到 2007 年以前的水平。

图表 7. 日均交易量和日均新开户数量统计



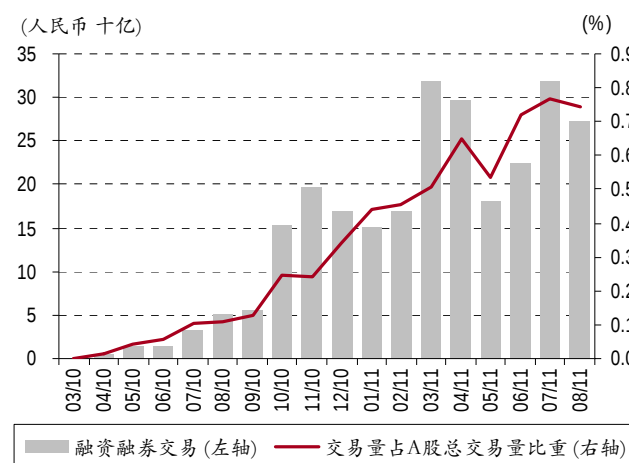
资料来源：万得资讯，中银国际研究

创新业务快速发展

近年来，国内监管机构开始大力发展创新业务，使得券商收入结构更加多元化，已经出台的新业务发展迅速。另外，未来 2-3 年我们还预期市场会推出更多的创新业务，这些新业务将给券商的收入增长带来新的活力。

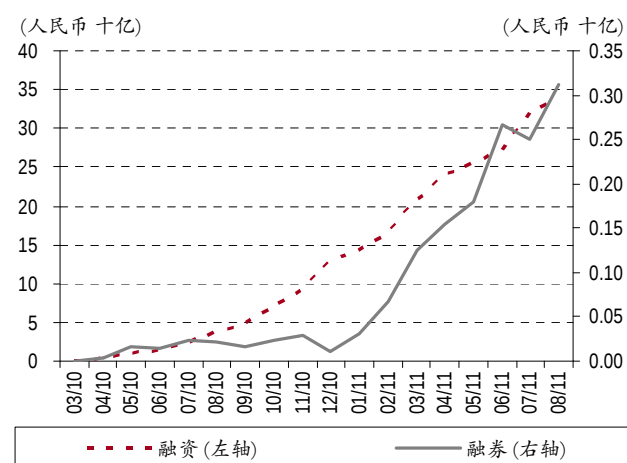
融资融券业务是目前最引人注目的创新业务之一，自 2010 年 3 月第一批试点以来，业务规模发展迅速，目前每月的交易量大概在 300 亿左右，同时还有 350 亿左右的存量。

图表 8. 融资融券概况



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 9. 融资融券业务结构

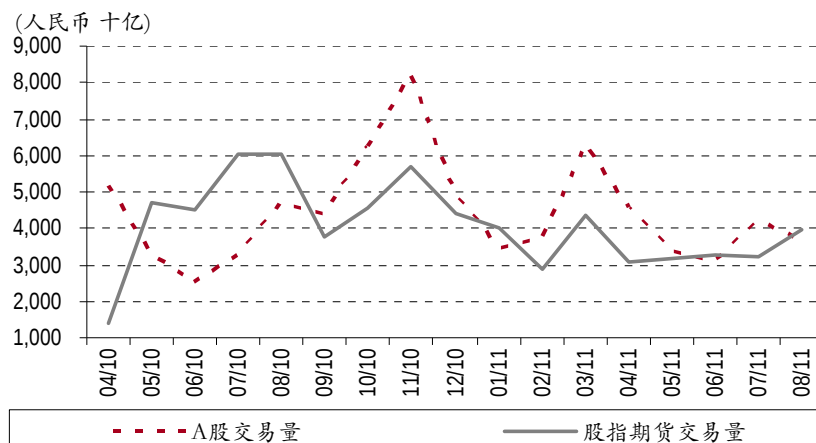


资料来源：万得资讯，中银国际研究

从融资融券业务的结构看，绝大部分为融资，基本占到 99%，这主要是和产品的的设计有关，从目前的融券体系看，很少有券商愿意把自己持有的券借给客户去做空，因此融券的费用也高于融资。目前融资融券业务仍处在快速发展期，未来转融通业务的推出还将很大程度扩充融资融券业务的潜在市场规模。

尽管融资融券业务发展迅速，但目前其交易量仍然只占 A 股总交易量的不到 1%。短期内能给券商带来的收入贡献仍然十分有限。

另一项值得关注的创新业务是股指期货，股指期货业务自去年推出以来，期货的交易量很快就赶上的现货交易量的水平，但是存量很小，大多是日间进行的交易。同时，从全球横向比较，我国的期货业务还处在起步阶段，未来还会有很大的提升空间。

图表 10. 股指期货交易量


资料来源：万得资讯，中银国际研究

未来预期推出的创新业务

我们预计未来 2-3 年内有望推出的更多创新业务，其中包括转融通业务，股票回购，国际版和 PE 产品。

目前转融通业务的草案已经出台，我们预计转融通业务最快于年内推出，转融通业务的推出，可以极大的扩充券商融资融券业务的潜在市场。股票回购业务的推出，可以使券商为客户提供多样化的服务，同时提高券商的杠杆率。我们同时预计国际版将于 2-3 年内推出，国际版的推出将给券商的投行业务带来好处，特别是在大型项目的承销上，将带来更多的项目资源。目前证券公司的 PE 业务只允许用自有资金投资项目，但未来监管机构很可能允许券商发售 PE 产品。以上这些新业务如能在近期推出，无疑将给券商带来新的活力。因此，我们认为创新业务的快速发展和后续更多创新业务的推出也将持续推动券商发展。

但是，按照国内监管机构一贯坚持的审慎原则，我们预计所有的新业务都将遵循“先试点，后推广”的逐步放开原则，因此，在新业务问世初期，规模不会太大，试点券商也不会很多，因此对券商的实际收入贡献仍十分有限。

综上所述，8 月份股票市场低迷，股指持续走低，券商的各项主营业务均受到负面影响，业绩出现下滑。9 月股指继续走低，我们预计券商业绩难有反弹。未来若市场持续低迷将给券商带来负面影响。从更长期的角度看，由于我国资本市场仍有较大的发展空间，二级市场的增长在一定程度上缓解了弱势市场给券商带来的负面效应。同时，创新业务在未来也将给券商带

来新的业务发展机会，证券公司长远看仍然存在增长潜力。我们认为若四季度市场反弹，整个板块仍有一定机会，我们维持对整个板块的**中立**评级。

图表 11. 证券公司估值表

股票代码	名称	收盘价 (人民币)	市盈率(倍)				每股收益(人民币, 元)			
			2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E
000562.SZ	宏源证券	14.87	16.1	16.6	13.5	11.9	0.89	0.93	1.07	1.21
000686.SZ	东北证券	17.60	23.0	21.3	19.9	14.7	0.82	0.72	0.91	1.23
000728.SZ	国元证券	10.06	21.1	21.4	16.6	13.8	0.47	0.54	0.62	0.78
000776.SZ	广发证券	30.79	23.2	22.6	16.9	15.1	1.61	1.59	1.84	2.06
000783.SZ	长江证券	8.94	16.1	16.5	15.1	13.4	0.59	0.50	0.58	0.65
002500.SZ	山西证券	8.76	44.0	47.9	31.2	27.8	0.18	0.26	0.30	0.28
600109.SS	国金证券	11.67	29.3	26.6	19.8	13.1	0.44	0.53	0.62	0.93
600369.SS	西南证券	10.56	32.8	30.5	27.0	25.1	0.35	0.39	0.44	0.47
600837.SS	海通证券	8.01	17.8	17.9	12.7	11.1	0.45	0.53	0.62	0.71
600999.SS	招商证券	11.44	17.3	16.5	14.1	12.9	0.90	0.75	0.86	0.93
601099.SS	太平洋	8.04	58.1	59.3	31.7	29.8	0.14	0.15	0.19	0.22
601377.SS	兴业证券	14.38	41.6	40.2	26.6	30.2	0.36	0.45	0.55	0.48
601688.SS	华泰证券	10.02	16.7	16.4	15.1	13.0	0.61	0.63	0.75	0.83
601788.SS	光大证券	12.30	19.1	15.9	13.9	11.4	0.64	0.70	0.81	0.98

资料来源：万得资讯，中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371